

Am Puls der Unternehmen

Getting a Company's Pulse

In Deutschland entsteht ein neues Regelwerk, das höhere Anforderungen an die Kapitalmarktinformationen stellt – und damit auch an die Analysten. Mit dem Entwurf für das 4. Finanzmarktförderungsgesetz ist der zeitweise diskutierte Analytenkodex obsolet geworden.

Die Weichen sind gestellt. Mit dem Entwurf des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes (FmFG) bereitet die Politik den Weg für eine Verschärfung der Regeln zur Transparenz am Aktienmarkt vor. Der Entwurf sieht vor, Insiderhandel, Kursmanipulationen und falsche Informationen als Straftat zu behandeln, die von der geplanten Allfinanzaufsicht mit Geldstrafen von bis zu 1,5 Millionen Euro geahndet werden können. Dazu kommen strengere Anforderungen an die Informationspflicht börsennotierter Unternehmen, beispielsweise bei der Ad-hoc-Publizität.

Mit diesen verschärften Regeln schafft das 4. FmGF nicht nur völlig neue Grundlagen für Schadensersatzansprüche von Anlegern, es verbessert auch die internationale Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Finanzdienstleister. Gleichzeitig setzt es den neuen >

In Germany, new regulations are on the drawing board that set tougher standards on capital market information – and will keep analysts on their toes. The proposal for the Fourth Act for Promotion of the Financial Market has rendered obsolete the Analysts' Code, which had been under discussion for some time.

The strategy has been defined. With their proposal of the Fourth Act for the Promotion of the Financial Market (FmFG) politicians are paving the way to tougher rules on transparency in the equities market. The proposal foresees treating insider trading, price manipulations and false information as criminal offences that can be punished by the planned General Financial Supervisory Authority with fines of up to €1.5 million. Stricter requirements will also apply as regards the reporting requirements listed corporations have to fulfill, for instance as regards ad hoc disclosures.

The tougher rules incorporated in the Fourth Act for the Promotion of the Financial Market (FmFG) not only set investors' compensation claims on a completely new footing, they are also intended to improve the international competitiveness of German financial >

> service providers. Simultaneously, the Act translates the EU's new draft proposal against insider trading and market manipulation, tabled in May 2001 by EU commissioner Frits Bolkestein, into German law. "The stricter regulations on insider misdemeanors and ad hoc disclosures, not forgetting the market manipulation rules, effectively strengthen the trust that market players can have in the integrity of the German financial market. At the same time, they update the law governing stock exchange transactions," says Fritz H. Rau, Spokesman for the Board of Management of DVFA, the German Association for Financial Analysis and Asset Management, in Dreieich near Frankfurt (see also interview on p. 19).

The so-called "Analysts' Code" is also incorporated into the proposed Act. Developed last year on behalf of the German Federal Ministry of Economics by Rüdiger von Rosen, Managing Director of Deutsche Aktieninstitut (German Equity Institute), and Wolfgang Gerke, Professor for Banking and Stock Exchange Studies at the University of Erlangen-Nuremberg, it imposed various bans aimed at putting a stop to insider transactions and market manipulation. Gerke claims: "A great deal of the code has been incorporated into the Fourth Act for the Promotion of the Financial Market, which serves to show how much it has achieved." However, the code was not well received as it was too broadly formulated, which made it virtually impossible to implement and resulted in legal problems. For instance, the DVFA

SPOTLIGHT: THE STRENGTHS OF THE DVFA

The professional guidelines of DVFA, the German Association for Financial Analysis and Asset Management, are considered quite exemplary in the financial community. On critical items, they are stricter than the Code of Ethics and Standards of Professional Conduct of the Association for Investment Management and Research (AIMR), an international professional organization numbering some 50,000 members in 100 countries. The latter still allows its members to engage in unlimited trading for their own account, and only subjects itself to a US court, thus considerably limiting the severity and reach of sanctions imposed for contraventions. A European investor who wishes to initiate proceedings against an AIMR member could only do so in the United States – in a foreign language, at a very high cost, and under totally different legal conditions. By contrast, the DVFA guidelines are subject to European law, making them accessible for not only private investors and national supervisory authorities for securities trading, but also for state prosecutors and the courts – a concept that is essential in a single integrated European securities market. That said, the recognition of regulations is voluntary.

complained there were no legal grounds for the planned implementation of sanctions by the Federal Supervisory Authority for Securities Trading (BAWe), while the German Press Council argued that the proposed Analysts' Code contravened freedom of the press.

The new regulations boost Germany's international standing as a financial centre dramatically. To date, the United States and Britain were considered to lead the way as regards investor protection against insider trading and market manipulation. For example, as part of its "plain English initiative" the Securities and Exchange Commission (SEC) even requires companies to follow certain linguistic rules when preparing issuing prospectuses, and during launches, underwriting banks are explicitly forbid-

den from publishing studies on IPO candidates they have advised – the so-called black-out period. Moreover, companies are duty-bound to combine forecasts and cautionary wording in order to inform investors clearly as part of the safe-harbor ruling that assumptions could prove to be false. Equally, the SEC, like the British Financial Services Authority (FSA), has wide-ranging powers when it comes to prosecuting stock exchange offences (see Spotlight).

Cautious buy-side analysts versus optimistic sell-side analysts

It remains doubtful whether the proposed law will settle the basic conflict of interests between the analysts and investment bankers. The majority of analysts are actually sell-side analysts, meaning that their valuations are intended to "sell" companies to investors. Unlike the cautious, restrained and exceedingly critical buy-side analysts, who advise fund managers in their own company on the purchase of equities and shy away from the limelight, the sell-siders are under intense pressure to produce positive company reports. Their bank's investment wing wants to see a favorable portrait painted of those companies with which >

SPOTLIGHT: SEC RULES WITH AN IRON FIST

The powerful SEC comes down with an iron fist on violators of the US law governing stock exchange transactions. Under the direction of Harvey Pitt 3,000 highly motivated financial experts attempt to track down and punish miscreants. The commission is empowered to search apartments, question suspects and conduct interrogations. Not only can it demand the surrender of unlawfully gained profits, it can also impose fines of up to US\$500,000 and ban perpetrators from practising in the profession. In 1999, the SEC initiated criminal proceedings in 525 cases, brought charges in 64 instances and won 62 trials. The money claimed back in profits came to US\$650 million, the fines totaled US\$190 million. Since the start of the 1990s, US companies have had to shell out a total of US\$ six billion to shareholders who have suffered damage.



Das 4. Finanzmarktförderungsgesetz (FmFG) stellt strengere Anforderungen an die Informationspflicht börsennotierter Unternehmen / The Fourth Act of the Promotion of the Financial Market (FmFG) has stricter requirements regarding the reporting requirements of listed corporations

PAUL HÄRMER

➤ EU-Richtlinienentwurf gegen Insiderhandel und Marktmanipulation, den Binnenmarktkommissar Frits Bolkestein im Mai 2001 auf den Weg gebracht hat, in nationales Recht um. „Die verschärften Regelungen des Insiderrechtes und der Ad-hoc-Publizität sowie die Marktmanipulationsvorschriften dienen dazu, das Vertrauen der am Kapitalmarkt Beteiligten in die Integrität des Finanzplatzes zu stärken und das Börsenrecht zu modernisieren“, resümiert Fritz H. Rau, Vorstandssprecher der Deutschen Vereini-

gung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) in Dreieich bei Frankfurt (siehe auch Interview auf Seite 18).

In das Gesetz integriert ist auch der so genannte Analystenkodex, der im vergangenen Jahr von Rüdiger von Rosen, geschäftsführender Vorstand des Deutschen Aktieninstituts, und Wolfgang Gerke, Professor für Bank- und Börsenwesen an der Universität Erlangen-Nürnberg, im Auftrag des Bundeswirtschaftsministeriums entwickelt wurde. So erklärt Gerke: „In das 4. Finanzmarkt-



UNIVERSITÄT ERLANGEN

Wolfgang Gerke,
Universität
Erlangen

förderungsgesetz ist eine ganze Menge vom Kodex hineingewandert, und damit ist sehr viel erreicht worden.“ Das Regelwerk sah umfassende Verbote vor, mit denen Insidergeschäften und Marktmanipulationen der Riegel vorge-schoben werden sollte, konnte sich aber nicht durchsetzen. Kritiker

monierten, dass es zu breit angelegt und dadurch praktisch nicht umsetzbar gewesen sei und zu juristischen Problemen geführt hätte. So monierte beispielsweise die DVFA, dass die rechtliche Grundlage für die geplante Etablierung der Sanktionsinstanz beim Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe) fehle, und der Deutsche Presserat kritisierte, dass der vorgeschlagene Analystenkodex gegen das Presserecht verstoße.

Mit dem neuen Regelwerk gewinnt der Finanzplatz Deutschland im internationalen Wettbewerb eindeutig an Gewicht. Bislang gelten die USA und Großbritannien als führend, ➤

SPOTLIGHT: SEC – MIT EISERNER HAND

Bei Verstößen gegen das amerikanische Börsenrecht agiert die machtvolle SEC mit eiserner Hand. Unter der Regie von Harvey Pitt versuchen 3.000 hoch motivierte Finanzexperten, Übeltäter zu ermitteln und zu bestrafen. Die Behörde darf Wohnungen durchsuchen, Verdächtige abhören und Vernehmungen durchführen. Sie kann nicht nur die Herausgabe unrechtmäßig erlangter Gewinne fordern, sondern auch selbst Straf gelder in Höhe von bis zu 500.000 US-Dollar verhängen und Berufsverbote erteilen. 1999 wurden von der SEC 525 Verfahren eingeleitet, 64 Anklagen erhoben und 62 Prozesse gewonnen. Die Summe der zurückgeforderten Gewinne belief sich auf 650 Millionen US-Dollar, die verhängten Zivilstrafen betrug 190 Millionen US-Dollar. Unterm Strich mussten amerikanische Unternehmen seit Beginn der Neunzigerjahre sechs Milliarden US-Dollar an geschädigte Aktionäre zahlen.

INTERVIEW: FRITZ H. RAU, DVFA

Fritz H. Rau äußert sich zum Entwurf des 4. Finanzmarktförderungsgesetzes. Rau ist Vorstandssprecher der Deutschen Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) und Präsident der European Federation of Financial Analysts' Societies (EFFAS).

v+m: Wie steht die DVFA zum vorgelegten Entwurf eines 4. Finanzmarktförderungsgesetzes?

Rau: Die DVFA-Standesrichtlinien von 1995 und die Neufassung der Standesregeln von Mai 2001 enthalten bereits sehr viel weiter gehende Regelungen für den Tätigkeitsbereich für Analysten und verkörpern international kompatible Berufsgrundsätze. Die DVFA hat somit die Kompetenz, über den Inhalt des Entwurfs für das 4. FmFG hinausgehende Fragen zur Berufsethik von Investment Professionals am effizientesten zu lösen.

v+m: Macht das 4. FmFG einen freiwilligen Analytenkodex überflüssig?

Rau: Die vorgesehene gesetzliche Regelung ist das effizientere Mittel zur Verbesserung des Anlegerschutzes als der ursprünglich diskutierte Verhaltenskodex. Durch die Eingliederung freiwilliger Regelungen in die Gesetzssystematik und die Bündelung der Kompetenzen beim Bundesfinanzministerium wird die Berufsgruppe der Finanzanalysten in einen sicheren, rechtsstaatlich kontrollierten Rahmen integriert.

v+m: Sind die USA in Sachen Finanzmarktaufsicht für Europa ein Vorbild?

Rau: Die europäischen Rechtssysteme sind mit dem amerikanischen „case law“, das keine kodifizierten Vorschriften kennt, nicht kompatibel. Vor diesem Hintergrund sollte auch mit dem hierzulande weit verbreiteten Vorurteil aufgeräumt werden, Europa hänge den Regelungen des US-Finanzmarktes hinterher. Der europäische Finanzmarkt kommt sehr gut ohne importierte Regelwerke aus.

v+m: Wo besteht Ihrer Meinung nach weiterer Handlungsbedarf?

Rau: In der Stellungnahme der DVFA vom 28. September 2001 zum Entwurf des 4. FmFG wurde dem Bundesfinanzministerium der Ansatz vorgetragen, den jetzt vorliegenden Entwurf zur sofortigen Umsetzung der EU-Marktmisbrauchsrichtlinie im Bereich Wertpapieranalyse zu nutzen. Dadurch könnte ein absehbarer, baldiger Änderungsbedarf nationaler Gesetzgebung vermieden werden. Dies wäre ein Signal zur beschleunigten Integration des Finanzmarktes Europa. Die Sicherung von Transparenz und Anlegerschutz ist schließlich keine Angelegenheit nationaler Exklusivität.



„Die vorgesehene gesetzliche Regelung ist das effizientere Mittel zur Verbesserung des Anlegerschutzes als der ursprünglich diskutierte Verhaltenskodex“

“The legal restrictions foreseen are a more efficient means of improving investor protection than the professional code originally discussed”

Fritz H. Rau, DVFA

► was den Schutz der Anleger gegen Insiderhandel und Marktmanipulation betrifft. So macht die amerikanische Börsenaufsicht Securities and Exchange Commission (SEC) im Rahmen der „plain English initiative“ sprachliche Vorgaben für Emissionsprospekte, und Emissionsbanken sind sogar verpflichtet, im Zeitraum der Erstnotiz („black-out period“) keine Studien über betreute Börsenkandidaten zu veröffentlichen. Darüber hinaus werden Investoren im Rahmen der so genannten „Safe-Harbor-Regelung“ durch die Kombination von Prognosen und warnenden Formulierungen

im Prospekt deutlich darauf hingewiesen, dass sich Annahmen als falsch erweisen können. Die SEC hat ebenso wie die britische Financial Services Authority (FSA) weitgehende

Vorsichtige Buyside- gegen optimistische Sellside-Analysten

Freiheiten, was die Verfolgung von Börsenstrafaten betrifft (siehe Spotlight auf Seite 16).

Fraglich ist, ob der grundsätzliche Interessenkonflikt zwischen Analysten und Investmentbankern durch das Gesetz gelöst werden kann. Der größte Teil der Analysten arbeitet als so genannte Sellside-Analysten, die durch ihre Bewertungen Unternehmen bei Investoren verkaufen müssen. Im Gegensatz zu den vorsichtigen und zurückhaltenden Buyside-Analysten, die Fondsmanager im eigenen Hause beim Einkauf von Anteilen beraten und die ausgesprochen kritisch und öffentlichkeitsscheu sind, stehen sie unter einem erheblichen Druck, positiv über Unternehmen zu berichten. Der Invest- ►

INTERVIEW: FRITZ H. RAU, DVFA

Interview with Fritz H. Rau on the draft Fourth Act for the Promotion of the Financial Market (FmFG). Rau is Spokesman of the Board of Management of the German Association for Financial Analysis and Asset Management (DVFA) and President of the European Federation of Financial Analysts' Societies (EFFAS).

v+m: What is the position of the DVFA on the draft FmFG?

Rau: The DVFA professional guidelines of 1995 and the new version of the professional codex of May 2001 go a lot further as regards analysts' activities and embody internationally compatible professional principles. As such, the DVFA has the authority to solve issues that go beyond the contents of the proposed FmFG, in the context of the ethics of investment professionals, most efficiently.

v+m: Does FmFG make a voluntary analysts' code superfluous?

Rau: The legal regulations foreseen are a more efficient means of improving investor protection than the professional code originally discussed. By incorporating voluntary guidelines into the legal system, and concentrating authority at the Federal Ministry of Finance, the group of professional financial analysts will be integrated into a secure framework subject to the rule of law.

v+m: Is the United States a model for Europe in terms of supervision of the financial markets?

Rau: European legal systems are not compatible with US case law, which does not admit codified regulations. Bearing this in mind, it is time to put an end to the widespread prejudice in Germany that we lag behind the regulations to which the US financial community is subject. The European financial market manages very well without imported regulations.

v+m: Where do you see the need for further action?

Rau: In the DVFA statement of September 28, 2001 on the FmFG we suggested to the Federal Ministry of Finance that the draft be used to immediately translate the EU market manipulation guideline in the area of securities analysis into law. This would make it possible to avoid altering German laws in the near future, which would be a signal to pick up the pace of integration in Europe's financial market. Ultimately, ensuring transparency and investor protection should apply to all European nations.

> it has business connections – be it as an IPO or a M&A consultant. In other words, the analysts' reports are meant to boost their employer's sales by issuing buy recommendations.

As a consequence, the sell-side analysts predominantly rate companies positively. On average, over 80 percent of all analysts' recommendations are to buy, with one "sell" for every nine or so "buys". Of the 27,000 recommendations monitored by Thomson Financial/First Call, 67 percent were buy and only 1.3 percent sell recommendations – with the remainder being neutral à la "accumu-

late". It is only possible to assess analyses realistically if you also take into account the interests of the institution issuing them. And only the professionals have access to this kind of knowledge.

It also bears remembering that although analysts are allegedly independent, in reality they show a herd instinct. And if as an analyst you follow the bellwether and it goes the wrong way, you are unlikely to get slaughtered by the financial community, as your error will go unnoticed amidst the mass of other false evaluations. But if you break ranks and recommend selling, you not only face

embarrassment if you make a mistake, but even exclusion. "There is general consensus in financial circles that probably the worst thing that an analyst can do is to make a sell recommendation when prices are rising," says Peter Barkow, analyst at HSBC Trinkaus & Burkhardt in Berlin. How so? Because it's a no-win situation – the investor loses money, the company gets a tarnished reputation, and the bank forfeits the investor's confidence. It is therefore understandable that most analysts play it safe and simply squeal "buy".

In such cases the only remedy is proactive action on behalf of the players involved. Examples of this can be seen in the United States and in Britain. For example, technology analysts at Credit Suisse First Boston (CSFB) are no longer answerable to the head of investment banking, but only to the head of the research unit. This effectively raises the "Chinese Wall" between research and investment still higher. And London-based Hong Kong Shanghai Banking Corporation (HSBC) goes as far as to oblige its analysts to make an equal number of buy and sell recommendations in order to ensure the bank's overall assessment is balanced. Evidently, where there is a will there is a way. <

